

# La solución es ingeniosa, pero ¿sirve?

Por qué las soluciones que se ponen de moda no suelen funcionar: El caso de la dolarización y el “pecado original”

Raghuram Rajan



Raghuram Rajan es  
Consejero Económico  
y Director del  
Departamento de  
Estudios del FMI.

**L**A ECONOMÍA abunda en rompecabezas. ¿Cómo pueden conseguir acceso al crédito los pobres? O, ¿qué pueden hacer las políticas económicas internacionales para que no dure un régimen cleptocrático y despótico? Y abunda también en soluciones ingeniosas. Démosles a los pobres título de propiedad sobre la tierra para que puedan usarla de garantía contra un préstamo. Declaremos que la deuda emitida por un régimen nefasto es “odiosa” e inexigible para que los inversionistas no quieran financiarlos. Por cada rompecabezas, una solución ingeniosa y poco costosa. . . que brilla por su ausencia.

En muchos casos no es que haya una conspiración para evitar soluciones, sino que las causas fundamentales del problema y las ramificaciones de la solución propuesta están más extendidas de lo que se pensaba. No es únicamente que la propuesta ingeniosa no sirva para el problema: es que también podría tener la consecuencia imprevista de opacar la reforma —dolorosa y menos atractiva— en última instancia necesaria. Esto no quiere decir que uno debe abstenerse de proponer o probar ideas ingeniosas; lo que hay que recordar es que para tener grandes probabilidades de éxito, las soluciones deben ser sólidas; es decir, dejar abierta la posibilidad de que el problema fundamental no sea el que parece. Muchas soluciones ingeniosas no lo son, como veremos a continuación.

## La dolarización y el pecado original

En los últimos años se ha generalizado la dolarización de los pasivos. Cada vez más países, bancos y empresas de mercados emergentes emiten deuda denominada en una moneda extranjera (generalmente, el dólar) aunque no tengan grandes ingresos en esa moneda. Cuando la moneda nacional se deprecia, el descalce entre las monedas en

que están expresados los ingresos y las obligaciones puede acarrear graves consecuencias: cesación de pagos, derrumbe del sistema bancario y olas de quiebras en el sector empresarial.

Dado el riesgo, ¿por qué la insistencia en endeudarse en moneda extranjera? Una razón —la hipótesis del “pecado original”— es que ni hay ni habrá alternativa. Por algún motivo desconocido, que quizá tenga que ver con pecados originales hace mucho caídos en el olvido, los inversionistas temen a un país y se niegan a aceptar instrumentos denominados en su moneda. En otras palabras, no importa cuánto mejore la situación fiscal y monetaria: el país está casi condenado al rechazo del mercado, por más irracional que sea.

Sin embargo, según estudios recientes, el fundamento empírico de ese argumento es dudoso. El razonamiento también se complica al observar que los inversionistas están regresando a las economías latinoamericanas que se les declararon en cesación de pagos hace apenas unos años: su memoria del pecado obviamente no se remonta a siglos, ni siquiera a décadas. Pero el argumento del pecado original tiene atractivo político porque absuelve a los países de la responsabilidad por la situación que están atravesando.

Una explicación relacionada con la anterior pero más plausible es que los países se ven forzados a emitir cada vez más deuda en dólares porque no tienen políticas monetarias creíbles. El razonamiento es el siguiente: si un país se endeuda en su propia moneda, tiene un incentivo para combatir la deuda con inflación. Injustamente, los inversionistas creen que caerá en esa tentación, aunque sus políticas últimamente hayan mejorado. Pero con una deuda dolarizada, el incentivo desaparece y es más fácil atraer inversionistas.

¿Cuál es la solución ingeniosa? Para algunos, el Banco Mundial o el FMI podrían

emitir bonos denominados en la moneda de un país y prestarle los fondos resultantes a ese país, que los devolvería en la misma moneda. Supuestamente, estas instituciones financieras internacionales son más sensatas que los inversionistas comerciales y no se asustan ante el pecado original o una fama dudosa. A la vez, pueden garantizar que el país no solucionará sus problemas mediante la inflación, lo que les da a los inversionistas un motivo para retener los títulos ya emitidos en la moneda nacional. (Como alternativa, estas instituciones podrían emitir deuda indexada según la inflación.) Se han barajado varias posibilidades, más o menos complejas y con distintos objetivos; entre las más razonables, las de Eichengreen y Hausman (“How to eliminate original financial sin”, *Financial Times*, 22 de noviembre de 2002) y Levy-Yeyati (“Financial Dedollarization and the Role of IFIs: Dedollarizing Multilateral Credit” (inédita; Buenos Aires, Argentina: Universidad Torcuato di Tella).

Antes de preguntarse si la solución ingeniosa funcionaría, lo que hay que saber es qué impulsa realmente la dolarización de la deuda. La historia parece indicar que ha habido una evolución de la deuda denominada en moneda extranjera a la denominada en moneda nacional, y que los países la han logrado corrigiendo problemas básicos como un déficit excesivo o propensión inflacionaria, más que obteniendo la absolución de sus pecados por la gracia de un poder superior.

### La dolarización y las primas por miedo

Para comprobar la solidez de esta solución, veamos otra explicación de la dolarización de los pasivos. Un país suele endeudarse no solo con extranjeros sino también con inversionistas locales. Comprensiblemente: es más probable que éstos crean que podrán exigir el reembolso. El inversionista nacional marginal mira el historial de rentabilidad de la deuda; en teoría, pagará más (aceptará menos rentabilidad) por un título cuyo valor previsiblemente se mantenga o incremente durante una mala racha económica que por uno del que espera una caída brutal. El primero es un seguro mejor.

¿Contra qué quiere asegurarse el inversionista local? Un problema grave de los mercados emergentes es que son propensos a shocks que llevan a los inversionistas extranjeros a dejar de prestar: esto causa una depreciación real de la moneda y una fuerte inflación. La actividad económica tiende a desplomarse, provocando estragos entre la población. ¿Qué sucede entonces con estos títulos? Si el país no se declara en cesación de pagos, el valor de la deuda en dólares aumenta debido a la depreciación real, y el de la denominada en moneda local baja por culpa de la inflación y la depreciación. El inversionista local que desea protegerse de este tipo de crisis prefiere comprar deuda en dólares porque tiene así un seguro valioso, y a cambio acepta un interés más bajo. (Obviamente, la deuda tiene valor solo si cabe suponer que

no habrá cesación de pagos o que, aun si la hay, se hará un reembolso proporcional a la obligación.)

Esto no implica de por sí que los emisores nacionales se volcarán en masa a la deuda en dólares, porque si la situación económica empeora, tendrán que pagar más. Pero aunque en un mundo ideal a un emisor le daría igual endeudarse en dólares o en moneda local, quizá no sea lo mismo para los ministros, banqueros y empresarios industriales. Si un ministro tiene prevista una fuente de ingresos para amortizar la deuda, optará por dólares a menos interés para poder recaudar más de entrada. Si el país tiene una capacidad de endeudamiento muy limitada, la deuda en dólares puede ser una alternativa interesante, aun con un ministro que no sea corto de miras. Añadiendo la posibilidad muy real de que el ministro no vea más allá de su breve mandato, quizás esté muy dispuesto a aceptar la incertidumbre del riesgo a largo plazo a cambio de la certidumbre de la flexibilidad presupuestaria a corto plazo. Lo mismo vale para banqueros y presidentes de empresas industriales.

En estas circunstancias, ¿funcionaría la solución ingeniosa? Para nada. Las instituciones financieras internacionales deberían pagar la misma prima por riesgo que el país al emitir deuda en moneda nacional. Si el país se endeudara en su propia moneda a través de estas instituciones, no haría más que agregar un costoso estrato de intermediación. Ahora bien, si las instituciones estuvieran dispuestas a intervenir hasta tal punto que el país no necesitara endeudarse internamente —algo muy poco probable—, los tenedores de la deuda serían todos extranjeros y no habría prima que pagar.

Hay que evitar también condenar la dolarización sin más: prohibirla parecería otra solución ingeniosa. Aunque el descalce de monedas es problemático en medio de una crisis, no se puede juzgar el valor de las decisiones que lo causaron solo por los resultados. Prohibir la dolarización

puede ser costoso: podría dañar la capacidad de endeudamiento de un país o una empresa, o bien reducir la cobertura ante el riesgo. Del otro lado de la balanza están los incentivos potencialmente distorsionados para endeudarse excesivamente en dólares.

Sin una idea clara de los costos y los beneficios de prohibir la dolarización, una política sólida podría ser corregir los problemas graves fundamentales y a la vez intentar limitar los riesgos obvios. Las grandes correcciones: fomentar el ahorro privado, mejorar la recaudación impositiva, recortar gastos para tener capacidad de reserva en las malas épocas, y fortalecer la capacidad de exportación para hacer frente a una brusca interrupción del ingreso de capitales. Puede que esta política de “convivencia con la dolarización” no sea ni ingeniosa ni rápida, pero a la larga tiene más probabilidades de funcionar. Obviamente, no resulta sólida si el verdadero problema es el “pecado original”. Afortunadamente, la historia parece mostrar que funciona. ■

La política de  
“convivencia con  
la dolarización”  
puede no ser ni  
ingeniosa ni rápida,  
pero a la larga tiene  
más probabilidades  
de funcionar.